

Wykup akcji własnych a wypłata dywidendy — na przykładzie wybranej grupy spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Wstęp

Głównym celem funkcjonowania spółki akcyjnej jest lub powinna być, maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy, co w długim horyzoncie czasowym może zostać osiągnięte jedynie poprzez ciągły wzrost i rozwój przedsiębiorstwa. Wobec powyższego, niezwykle istotny i złożony staje się problem dotyczący polityki w zakresie wypłaty dywidend. Kwestią zasadniczą jest rozstrzygnięcie, czy z punktu widzenia pomnażania majątku właścicieli przedsiębiorstwa bardziej korzystne jest wypłacenie im części zysku netto w postaci dywidendy, czy też reinwestycja tegoż zysku.

W ostatnich latach, zwłaszcza na rynkach krajów rozwiniętych, zauważa się rosnącą rolę szczególnego instrumentu realizacji polityki dywidendowej, polegającego na wykupie akcji własnych spółek. Celem artykułu jest analiza realizacji wykupów akcji własnych przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, realizujące politykę wypłaty dywidendy.

1. Polityka dywidend

Prawo do uczestniczenia w podziale zysku spółki jest, obok prawa do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, prawa do części majątku w przypadku jej likwidacji, prawa poboru akcji nowej emisji, jednym z podstawowych praw każdego akcjonariusza. Jak zauważa M. Sierpińska [Sierpińska, 1999] wypłacanie części zysku w postaci dywidendy jest ceną za fakt posiadania akcji danej spółki, a więc dla spółki dywidenda jest swego rodzaju kosztem korzystania z kapitału powierzonego przez akcjonariuszy.

W spółce akcyjnej decyzje dotyczące podziału zysku netto podejmuje walne zgromadzenie akcjonariuszy [ustawa, 2000, art. 395], które

*Dr, Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Łódzki, bognakaj@uni.lodz.pl, ul. Narutowicza 65, 90-131 Łódź

ustala wielkość dywidendy na jedną akcję w relacji do wartości nominalnej akcji. Kwota przeznaczona do podziału między akcjonariuszy nie może przekraczać zysku za ostatni rok obrotowy, powiększonego o niepodzielone zyski z lat ubiegłych oraz o kwoty przeniesione z utworzonych z zysku kapitałów zapasowego i rezerwowych, które mogą być przeznaczone na wypłatę dywidendy. Kwota ta powinna zostać pomniejszona o niepokryte straty, akcje własne oraz o kwoty, które zgodnie z ustawą lub statutem powinny zostać przeznaczone z zysku na kapitały zapasowy i rezerwowe [ustawa, 2000, art. 348].

O ile w spółce przyjęto politykę wypłacania dywidend, wówczas walne zgromadzenie akcjonariuszy musi podjąć decyzję dotyczącą nie tylko wysokości dywidendy, ale również czasu i częstotliwości oraz formy wypłaty dywidendy [Duraj, 2002]. Spółka, która systematycznie dzieli się z akcjonariuszami wypracowanym zyskiem, dokonuje wypłaty dywidend według określonego modelu. W praktyce najczęściej stosowanymi modelami wypłaty dywidend są [Sierpińska, 1999]:

- polityka stabilnej wielkości dywidendy,
- polityka stabilnej stopy wypłaty dywidendy,
- rezydualna polityka dywidendy.

Polityka stabilnej wielkości dywidendy ma z założenia dążyć do zapewnienia względnie stałej lub rosnącej dywidendy na jedną akcję w dłuższym horyzoncie czasowym, bowiem zakłada się że płacenie stabilnych dywidend przyczynia się do wzrostu cen rynkowych akcji i świadczy o dobrej kondycji finansowej spółki, zaś wahające się dywidendy prowadzą do niepewności, a zatem do niższej ceny [Wypych, 2002].

Polityka stabilnej stopy wypłat dywidendy polega na utrzymaniu stałego poziomu wskaźnika wypłat dywidendy, a więc procentowo określonej części zysku netto osiągniętego w danym roku. W przypadku realizacji tej strategii wielkość dywidendy będzie się zmieniała wraz ze zmianą zysków przypadających a jedną akcję, bowiem polityka stabilnej stopy wypłat dywidendy uzależnia poziom dywidendy od wyniku finansowego netto spółki. Zaletą tego typu strategii jest wyeliminowanie groźby pogorszenia płynności finansowej spółki. Należy jednak zauważyć, że wielkość dywidendy może ulegać znacznym wahaniom, proporcjonalnie do zmiany zysku na akcję [Gajdka, Walińska, 2000].

Rezydualna (nadwyżkowa) polityka traktuje potrzeby inwestycyjne jako nadrzędne w stosunku do decyzji dotyczących wypłaty dywidend, dlatego poziom wielkości wypłacanej dywidendy jest wielkością zależną

nie tylko od poziomu wygospodarowanego zysku, ale również od potrzeb inwestycyjnych. W tym przypadku spółki nie określają docelowych wskaźników wypłat, ponieważ wskaźniki te zmieniają się zależnie od kwoty wygospodarowanego zysku oraz planów inwestycyjnych spółki [Duraj, 2002].

2. Istota wykupów akcji własnych

Inną możliwością realizacji korzyści dla akcjonariuszy poprzez transfer gotówki jest wykupienie przez spółkę własnych akcji (*buy-back, share repurchase*). Co istotne skup akcji własnych jest dopuszczalny jedynie w określonych sytuacjach. Podstawą regulacji nabywania akcji własnych na obszarze prawa wspólnotowego jest druga dyrektywa Rady Europy z dnia 13.12.1976 r. Szczegółowe zalecenia dla ustawodawców państw członkowskich na temat programów skupu akcji własnych zostały ujęte w Rozporządzeniu Komisji Wspólnot Europejskich numer 2273/2003 [Słoński, 2012].

Aktem prawnym regulującym zasady skupu akcji własnych w Polsce jest Kodeks spółek handlowych. Przepisy Kodeksu określają cele, skalę oraz zasady skupu akcji własnych. Jedną z sytuacji opisanych w art. 362 jest nabycie akcji w celu umorzenia, pozostałe dotyczą między innymi [ustawa, 2000, art. 362]:

- nabycia akcji w celu zapobieżenia bezpośrednio zagrażającej spółce poważnej szkodzie,
- nabycia akcji, które mają być zaoferowane do nabycia pracownikom lub osobom, które były zatrudnione w spółce lub spółce z nią powiązanej przez okres co najmniej trzech lat,
- spółki publicznej, nabywającej akcje w celu wypełnienia zobowiązań wynikających z instrumentów dłużnych zamiennych na akcje.

Skup akcji własnych jest działaniem odwrotnym do emisji akcji. Operacja skupu powoduje zmniejszenie liczby akcji na rynku, w efekcie czego można spodziewać się wzrostu wskaźników finansowych (EPS, ROE), co może sprzyjać wzrostowi kursu akcji na rynku [Duliniec, 2007]. Akcjonariusze, którzy odsprzedają posiadane akcje zrealizują korzyść w postaci zysku kapitałowego, natomiast ci, którzy je zatrzymają zyskają, ze względu na wzmocnienie ich pozycji w spółce, w efekcie czego wzrosną ich potencjalne przyszłe korzyści.

Jak podkreślają G. Grullon i D.L. Ikenberry [Grullon, Ikenberry, 2000] istnieje wiele motywów przeprowadzania operacji wykupu akcji

własnych. Istotne znaczenie ma poprawa wyników ekonomicznych, niedowartościowanie kursów akcji spółki, czy zmiana struktury kapitału. Informacja o skupie akcji własnych odbierana jest przez rynek pozytywnie, gdyż panuje przekonanie o tym, że zarząd spółki ma dobre prognozy co do przyszłych wyników [Grullon, Ikenberry, 2000]. Ponadto skup akcji własnych jest często sygnałem, że zarząd nie zgadza się z obecną wyceną spółki przez rynek [Brav, Graham, Harley, Michaely, 2005]. Na motyw niedowartościowania spółki, jako najistotniejszy, zwraca uwagę Dittmar [Dittmar, 2000]. Wskazuje on także na wykorzystanie skupów akcji własnych w celu transferu wolnych przepływów pieniężnych.

Według badań prowadzonych na rynku polskim przez T. Słońskiego [Słoński, 2012], niedowartościowanie cen akcji ma dominujące znaczenie wśród motywów podejmowania tego typu operacji – około 78% ogólnej liczby wykupów przeprowadzonych w latach 2005–2010 było realizowanych z tego powodu. Co istotne, spółki najczęściej skupują akcje własne celem ich umorzenia. Jak wynika z tablicy 1, pozostałe powody skupu akcji własnych, poza realizacją programu motywacyjnego i przekazaniem akcji akcjonariuszom spółki przejętej, mają na rynku polskim w zasadzie marginalne znaczenie.

Tablica 1. Motywy przeprowadzenia skupu akcji przez polskie spółki giełdowe w latach 2005–2010

Cel skupu	Liczba spółek
Niedowartościowanie/ w celu umorzenia	70
Niedowartościowanie/ w celu odsprzedaży	16
Program motywacyjny pracowników	9
Przekazanie akcji akcjonariuszom spółki przejętej	4
Stabilizacja kursu akcji	1
Uporządkowanie struktury akcjonariatu	1
Przeciwdziałanie rozwodnieniu	1
Pozyskanie <i>tresury stock</i> (spółka zagraniczna)	1
Większość możliwych powodów podana jednocześnie	4
Brak informacji o motywach skupu	5

Źródło: [Słoński, 2012, s. 71].

3. Relacja pomiędzy dywidendą pieniężną a skupem akcji w świetle teorii finansów

Nabycie akcji własnych wydaje się być narzędziem bardziej elastycznym w stosunku do wypłaty dywidendy. Elastyczność ta wynika z możliwości rozłożenia procesu w czasie, zawieszenia go, a nawet zaniechania przeprowadzenia już ogłoszonego wykupu, co nie może mieć miejsca w przypadku wypłaty dywidendy [Pieloch, 2011]. Elastyczność operacji wykupu akcji własnych wynika również z fakultatywności i selektywności procesu [Kusak, 2006]. Fakultatywność oznacza, że akcjonariusze nie są zobowiązani do odsprzedaży akcji, ale mają do tego prawo. Sелеktywność odnosi się do faktu, iż wykup w przeciwieństwie do wypłaty dywidendy obejmuje jedynie określonych akcjonariuszy.

Według teorii nieistotności dywidend Millera i Modiglianiego skup akcji własnych i wypłaty dywidend są idealnymi substytutami. Rezydualna gotówka może być wypłacona akcjonariuszom albo poprzez dywidendy, albo poprzez skup akcji. Teorie agencji Eastbrooka i Jensena wskazują, że wypłacanie nadmiaru gotówki może być narzędziem służącym do kontrolowania działań menedżerów i w zasadzie nie ma znaczenia, czy nadmiar gotówki zostanie wypłacony poprzez realizację wypłaty dywidend czy skup akcji własnych. Jak zauważają Grullon i Michaely [Grullon, Michaely, 2002] większość teorii sygnałów wskazuje, że dywidendy i skup akcji są substytucyjne. Inaczej twierdzą Kose i Williams [Kose, Williams, 1985], według których omawiane narzędzia nie są stosowane zamiennie.

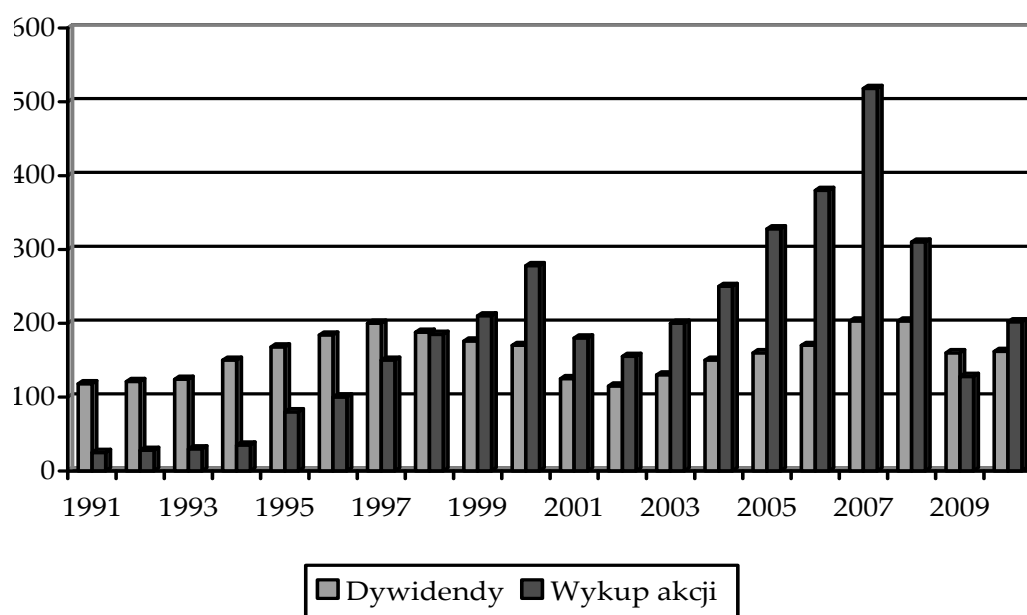
Badając zasięg substytucyjności dywidend i skupu akcji własnych, DeAngelo, DeAngelo i Skinner [DeAngelo, DeAngelo, Skinner, 2000] analizowali relację pomiędzy zanikiem dywidend specjalnych i pojawieniem się programu skupu akcji własnych. Autorzy nie znaleźli potwierdzenia faktu, że skup akcji własnych zastąpił dywidendy specjalne, tym samym nie znaleźli potwierdzenia efektu substytucyjnego analizowanych narzędzi.

Z kolei Jagannathan, Stephens i Weisbach [Jagannathan, Stephens, Weisbach, 2000] badali czynniki wpływające na podejmowanie przez spółki decyzji o transferze przepływów pieniężnych w formie dywidendy albo skupu akcji. Autorzy twierdzą, że skup akcji i wypłata dywidendy pieniężnej stosowane są w różnym czasie, przez różne firmy. Zdaniem autorów dywidendy wypłacane są przez przedsiębiorstwa charakteryzujące się wyższymi „trwałymi” operacyjnymi przepływami

pieniężnymi, podczas gdy skup akcji własnych jest stosowany przez spółki charakteryzujące się wyższymi „tymczasowymi” nieoperacyjnymi przepływami pieniężnymi. Firmy skupujące akcje charakteryzują się też większą zmiennością przepływów pieniężnych i samych wypłat. Wreszcie, skup akcji następuje w czasie, czy po wystąpieniu słabych wyników rynkowych, natomiast wzrost dywidendy w przypadku dobrych wyników.

Analiza wypłat dywidend oraz skupu akcji przez amerykańskie spółki publiczne z grupy S&P 500 wskazuje, że na przestrzeni ostatnich 20 lat wzrosło znaczenie drugiego z wymienionych sposobów transferu gotówki dla akcjonariuszy (rysunek 1).

Rysunek 1. Wypłaty dywidendy i wykup akcji własnych w mln USD na rynku amerykańskim przez spółki z grupy S&P 500



Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Damodaran, 2013].

Jak wynika z analizy rysunku 1 zagregowana suma dywidend wypłaconych przez analizowane spółki w roku 1991 wynosiła niewiele ponad 100 milionów dolarów, natomiast wydatki na wykup akcji własnych stanowiły około 30 milionów dolarów. W latach 1991–1997 spółki wypłacały wartościowo zdecydowanie więcej gotówki w postaci dywidendy niż skupu akcji własnych. W roku 1998 kwoty przeznaczone na wypłatę dywidend oraz wykup akcji były niemal identyczne, zaś od roku 1999 znacząco wzrosły kwoty środków pieniężnych przeznaczone na skup akcji własnych i co istotne przewyższały wartości wypłacanych

dywidend. W roku 2007 na skup akcji własnych przeznaczono ponad 500 milionów dolarów, zaś na wypłatę dywidend niewiele ponad 200 milionów dolarów. Tendencja wzrostowa osłabła w roku 2009, co miało zapewne związek ze spadkiem koniunktury gospodarczej.

Badania prowadzone na rynku polskim wskazują także na rosnącą rolę wykupów akcji własnych. Z analiz A. Pieloch [Pieloch, 2011], dotyczących lat 2001–2009, wynika, że spółki nadal przeznaczają wyższe kwoty na wypłaty dywidend niż skup akcji własnych. Jednak w latach 2007–2008 odnotowano sytuację odwrotną, co zapewne miało związek z kryzysem, a w związku z tym niedowartościowaniem akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie i podjęciem decyzji o skupie akcji własnych oraz zmniejszeniu środków na wypłatę dywidend dla akcjonariuszy. Od 2007 roku zauważalne jest zmniejszenie liczby spółek płacących dywidendę oraz wzrost liczby spółek skupujących akcje własne.

Należy przy tym zaznaczyć, że jedynie niecałe 40% spółek notowanych na GPW w Warszawie dokonuje transferu środków finansowych dla akcjonariuszy, wykorzystując w tym celu możliwość wypłaty dywidendy, skup akcji własnych albo oba wymienione narzędzia. Jedynie około 30% spółek wypłaca dywidendę, przy czym o stosowaniu regularnej polityki dywidend można mówić jedynie w przypadku wąskiego grona przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Obszernych badań dotyczących uwarunkowań decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne dokonał M. Kowerski [Kowerski, 2011].

4. Relacja pomiędzy dywidendą pieniężną a skupem akcji wśród spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, prowadzących regularne wypłaty dywidend w latach 2005–2009

Analizując problematykę skupu akcji własnych w relacji do wypłaty dywidendy pieniężnej, zdecydowano o zbadaniu tego zjawiska na grupie spółek regularnie wypłacających dywidendę. Z ogólnej liczby spółek notowanych na GPW w Warszawie wyselekcjonowano 27 podmiotów (Aparator, ATM Grupa, Betacom, BZ WBK, Dębica, Efekt, Emperia, Elbudowa, Handlowy, Hydrotor, Instal Kraków, Kęty, KGHM, Kogeneracja, Kruszwica, Mennica, Pekao, PKO BP, Prochem, Projprzem, Stalprod, Stalprofil, Śnieżka, Torfarm (obecnie Neuca), TP SA, Wanda-

lex, Żywiec), które corocznie w okresie 2005–2009 dzieliły się z akcjonariuszami wypracowanym zyskiem netto, wypłacając dywidendę. Po przestano na przedziale czasowym 2005–2009, bowiem wydłużenie okresu badawczego o kolejny rok, spowodowałoby zmniejszenie próby, ze względu na konieczność odrzucenia kilku spółek z wyselekcjonowanych.

Jak wynika z tablicy 1 spółki poddane analizie stosowały różne podejścia, jeżeli chodzi o wartości środków przeznaczanych w kolejnych latach na dywidendy. Kwoty te wahały się od 185 tysięcy złotych do ponad 3 milionów złotych.

Tablica 1. Statystyki opisowe wypłat dywidend badanych spółek w tys. zł w latach 2005–2009

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009
Skumulowana wielkość wydatków na dywidendy analizowanych spółek	5.283.121	6.969.121	9.480.579	9.030.080	7.225.993
Min. wartość wypłaconej dywidendy w danym roku	678	462	729	935	185
Max wartość wypłaconej dywidendy w danym roku	1.563.995	2.000.000	3.395.130	2.517.241	2.336.000
Średnia wartość wypłaconej dywidendy w danym roku	195.672	258.116	351.133	334.447	267.629
Mediana wartości wypłaconej dywidendy w danym roku	7.059	13.140	25.047	17.643	18.297

Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych Notoria Serwis SA [<http://www.notoria.pl>].

Jak wynika z tablicy 2 w roku 2005 żadne z analizowanych przedsiębiorstw, nie dokonało wykupu akcji własnych. W roku 2006 jedynie dwie spółki zdecydowały się na skup akcji własnych, wydając jednak na ten cel rekordową kwotę ponad 296 milionów złotych. W kolejnych

latach wielkość wydatków na *buy-back* wykazała tendencję spadkową, chociaż więcej spółek realizowało programy skupu akcji własnych.

Tablica 2. Liczba spółek poddanych badaniu, skupujących akcje własne oraz wielkość wydatków na skup akcji w tys. zł w latach 2005–2009

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009
Liczba spółek skupujących akcje własne	0	2	3	5	4
Skumulowana wielkość wydatków na skup akcji własnych (tys. zł)	0	296.604	272.252	108.811	4.648

Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych Notoria Serwis SA [<http://www.notoria.pl>].

Tablica 3 przedstawia zestawienie wydatków na wypłaty dywidend, skup akcji własnych oraz relacje między tymi zmiennymi dla wszystkich badanych spółek w okresie 2005–2009. Należy zauważyć, że w przypadku omawianej grupy spółek, prowadzącej regularne wypłaty dywidend, wydatki na skup akcji stanowiły niewielką część wydatków na wypłaty dywidend, od 0% do maksymalnie 4,25%. Z analiz A. Pieloch [Pieloch, 2011] dotyczących wszystkich spółek notowanych na GPW w Warszawie wynika, że w latach 2005–2009 relacja wydatków poczynionych na skup akcji własnych do wypłat dywidend stanowiła od około 20% do około 60%, a latach 2007–2008 wartości skupów akcji własnych przewyższały wypłaty dywidend.

Tablica 3. Skumulowane wartości wypłaconych dywidend oraz skupionych akcji własnych przez badane spółki w latach 2005–2009 oraz relacje między zmiennymi

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009
Wielkość wydatków na dywidendy (tys. zł)	5.283.121	6.969.121	9.480.579	9.030.080	7.225.993
Wielkość wydatków na skup akcji własnych (tys. zł)	0	296.604	272.252	108.811	4.648
Relacja wydatków na skup akcji własnych do wypłat dywidend	0	0,0425	0,0287	0,0121	0,0006

Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych Notoria Serwis SA [<http://www.notoria.pl>].

Analizując dane dotyczące wyłącznie spółek realizujących programy skupu akcji w okresie 2005–2009 (tablica 4), należy zauważyć, że tylko dwie spółki zrealizowały program skupu akcji jednorazowo, pozostałe skupowały akcje własne co najmniej przez dwa kolejne lata (Apator ATM Grupa, Prochem), trzy kolejne lata (Śnieżka), czy tak jak Żywiec cztery lata z rzędu. Może to świadczyć o tym, że przyjęta strategia pozwoliła zrealizować zaplanowane cele.

Tablica 4. Wydatki na skup akcji własnych w tys. zł oraz ich relacja do wypłat dywidend dla spółek realizujących programy skupu akcji w latach 2005–2009

Spółka	2005	2006	2007	2008	2009
Apator				1.451/ 0,1	581/0,047
ATM Grupa				488/ 0,3	16/ 0,001
Prochem				106/ 0,039	3/ 0,006
Śnieżka			46.050/ 3,325	3.433/0,225	4.022/0,220
Stalprod			26.777/ 0,402		
Wandalex		237/ 0,512			
Żywiec		296.367/0,872	199.425/0,599	98.933/0,256	26/ 0,0001

Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych Notoria Serwis SA [<http://www.notoria.pl>].

Ponadto, kwoty przeznaczane na skup akcji własnych w danym roku znacznie się różniły dla poszczególnych spółek, przyjmując wartości od 3 tysięcy złotych do 296 milionów złotych. Porównując przy tym wydatki na skup akcji własnych z danymi dotyczącymi wielkości dywidend dla całej badanej grupy (tablica 1), należy zauważyć, że wartości przeznaczone na skup akcji wielokrotnie przewyższały medianę wyliczoną dla wartości dywidend wypłaconych przez analizowaną grupę 27 spółek, co świadczy o roli, jaką odgrywał skup akcji w przypadku analizowanych podmiotów.

Co więcej, relacja pomiędzy środkami przeznaczonymi na skup akcji własnych a środkami przeznaczonymi na wypłaty dywidend dla spółek, które dokonywały transakcji, jest znacząco różna od średniej dla całej badanej grupy (tablice 1 i 4). Na przykład Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka SA wydała na skup akcji własnych w roku 2007 aż 46 milionów złotych, co trzykrotnie przewyższało wypłaconą dywidendę. W kolejnych latach relacja ta wyniosła nieco ponad 20%. Akcje skupiono celem ich umorzenia, tak jak w przypadku większości analizowanych przedsiębiorstw.

Rekordzistą w zakresie kwot przeznaczonych na skup akcji własnych wśród analizowanych spółek jest grupa Żywiec SA, która wykupiła w badanym okresie akcje za łączną kwotę niemal 600 milionów złotych (tablica 4). Akcje skupiono celem umorzenia.

Zakończenie

Akcjonariusz pozostawiający do dyspozycji spółki swój kapitał będzie oczekiwał rekompensaty za swoje zaangażowanie. Rekompensatą ową może być wypłata dywidendy, albo realizacja przez spółkę skupu akcji własnych. Skup akcji własnych jest, w przeciwieństwie do wypłaty dywidend, narzędziem elastycznym, bowiem można go rozłożyć w czasie, zawiesić, czy zaniechać w sytuacji, gdy wykup został już ogłoszony. Co istotne nie jest on obligatoryjny dla akcjonariuszy, ponieważ nie ma obowiązku odsprzedaży posiadanych akcji.

Analiza przeprowadzona na grupie dwudziestu siedmiu spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, prowadzących regularne, coroczne wypłaty dywidend w latach 2005–2009, pokazuje że zaledwie kilka z badanych przedsiębiorstw zrealizowało programy skupu akcji własnych w badanym okresie. Wartości transakcji znacznie się wahały dla poszczególnych spółek. Relacje pomiędzy wydatkami poczynionymi na skup akcji a wypłaconymi dywidendami przyjmowały wartości od zaledwie 0,1% do niemal 90%, a w przypadku jednej spółki była to ponad trzykrotność wypłaconej dywidendy.

Program skupu akcji nie jest narzędziem szeroko wykorzystywanym przez podmioty prowadzące regularne wypłaty dywidend, oczywiście w ramach przyjętego czasookresu, chociaż środki przeznaczone na program skupu akcji przez badane spółki były znaczące. Co istotne, w niemal wszystkich przypadkach głównym celem skupu akcji było ich późniejsze umorzenie. Zatem głównym motywem przeprowadzenia operacji wykupu akcji własnych było przeświadczenie zarządów spółek o niedowartościowaniu kursów akcji. Jeżeli uwzględnimy przy tym fakt, że niedowartościowanie jest wskazywane w badaniach jako główny motyw podejmowania operacji skupu akcji własnych, można pokusić się o stwierdzenie, że omawiane transakcje są, czy będą w przyszłości, raczej formą uzupełnienia niż zastępowania prowadzonej polityki dywidend, w zależności od koniunktury na rynku.

Literatura

1. Allen F., Bernardo A., Welch I. (2000), *A Theory of Dividends Based on Tax Clientele*, „Journal of Finance” No. 55.
2. Bhattacharaya S. (1979), *Imperfect Information and „The Bird in The Hand” Fallacy*, „Bell Journal of Economics” No. 10.
3. Bierman H., West R. (1966), *The Acquisition of Common Stock by The Corporate Issuer*, „Journal of Finance” Vol. 21, No. 4.
4. Brav A., Graham J. R., Harvey C.R., Michaely R. (2005), *Payout Policy in The 21st Century*, „Journal of Financial Economics” No. 77.
5. Damodaran A. (2013), dostępny na stronie: <http://aswathdamodaran.blogspot.com>, dostęp dnia 16.05.2013.
6. DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D. (2000), *Special Dividends and The Evolution of Dividend Signaling*, „Journal of Financial Economics” No. 57.
7. Dittmar A.K. (2000), *Why Do Firms Repurchase Stock?*, „Journal of Business” Vol. 73, No. 3.
8. Duraj A.N. (2002), *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
9. Gajdka J., Walińska E. (2000), *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, FRR, Warszawa.
10. Grullon G., Ikenberry D.L. (2000), *What Do We Know About Stock Repurchases*, „Journal of Applied Corporate Finance” No. 13.
11. Grullon, G., Michaely R. (2004), *The Information Content of Share Repurchase Programs*, „Journal of Finance” No. 59.
12. <http://www.notoria.pl/login/?sjd=98b79780bae7247a9d6c93e5c6736d00>, dostęp dnia 16.05.2013.
13. Jagannathan M., Stephens C.P., Weisbach M.S. (2000), *Financial Flexibility and The Choice between Dividends and Stock Repurchases*, „Journal of Financial Economics” No. 57.
14. Kose J., Williams J. (1985), *Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium*, „Journal of Finance” No. 40.
15. Kowerski M. (2011), *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Konsorcjum Akademickie, Kraków-Rzeszów-Zamość.
16. Pieloch A. (2011), *Rozważania nad substytucyjnością wypłaty dywidendy pieniężnej i wykupu akcji własnych na przykładzie polskich spółek publicznych*, „Folia Oeconomica” nr 256.

17. Sierpińska M. (1999), *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa-Kraków.
18. Słóński T. (2012), *Analiza wpływu wspomaganego długiem wykupu akcji (LBO) na wartość spółki*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.
19. Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. Nr 94, poz. 1037 z późn. zm.
20. Wypych M. (2002), *Nadzór właścicielski a polityka dywidend w polskich spółkach publicznych*, w: *Wartość przedsiębiorstwa z teorii i praktyki zarządzania*, Duraj J. (red.), Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock.

Streszczenie

Opracowanie podejmuje problematykę skupu akcji własnych w relacji do wypłaty dywidend z uwagi na rosnące w ostatnich latach, zwłaszcza na rynkach krajów rozwiniętych, znaczenie pierwszego z wymienionych narzędzi. Celem artykułu jest analiza realizacji wykupów akcji własnych przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, realizujące regularne, coroczne dywidend w latach 2005–2009. Opracowanie podzielono na część teoretyczną, w której zawarto rozważania teoretyczne na temat problematyki dywidend oraz skupu akcji własnych oraz empiryczną, w której przedstawiono wyniki badań własnych.

Słowa kluczowe

skup akcji własnych, polityka dywidend

Dividends and Share Repurchase — Case Study of Selected Companies Listed on Warsaw Stock Exchange (Summary)

The paper refers to share repurchase and dividends due to increasing importance of share repurchase, especially in developed countries. The aim of the article is to analyse the implementation of share repurchase by companies listed on the Warsaw Stock Exchange, paying regular dividends in years 2005–2009. The paper is divided into a theoretical part, where the author conducts theoretical considerations about dividends and share repurchases and an empirical part, where the result of own researches are presented.

Keywords

share repurchase, dividend policy

